

Financials

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Methodenansatz Credit- Research Financials

- » Das Credit-Research Financials der DZ Bank richtet sich an die Volks- und Raiffeisenbanken, institutionelle Kunden im In- und Ausland sowie Zentralbanken; die Weitergabe sowie jedwede Zugänglichmachung, gleich auf welche Weise, an natürliche und juristische Personen sowie sonstige Institutionen mit Wohn- und / oder Geschäftssitz in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) sind unzulässig und untersagt. Für Privatkunden ist es grundsätzlich nicht geeignet.
- » Unter dem Begriff „**Financials**“ werden Banken und Versicherungsunternehmen zusammengefasst. Innerhalb des DZ Bank Credit-Research Financials werden im Rahmen der „**Masterliste Financials**“ unbesicherte Anleihen von knapp 50 Financials aus Europa und den USA betrachtet und analysiert. Für die erstrangig unbesicherten (senior unsecured) Anleihen dieser Emittenten sprechen wir eine Anlageempfehlung aus.
- » Der Begriff „**Anleihen**“ bezieht sich dabei und auch in den nachfolgenden Ausführungen ausschließlich auf **in Euro denominierte festverzinsliche unbesicherte vorrangige (Senior Unsecured) Anleihen** des jeweiligen Emittenten.
- » Die Analyse der Anleihen von Financials setzt sich im Wesentlichen aus zwei Teilen zusammen: der Bonitätsbeurteilung des Emittenten sowie daraus aufbauend einer Einschätzung der relativen Attraktivität der jeweiligen Anleihen unter zusätzlicher Berücksichtigung der anleihespezifischen Risiken und erwarteten Gesamtmarktentwicklung. Dabei wird ausschließlich auf die von uns erwartete Entwicklung des Creditspreads (Asset Swap Spread) der Anleihen abgestellt. Einschätzungen zur Entwicklung der Zinsstrukturkurve finden hingegen keinen Eingang in unsere Empfehlungen.
- » Daneben werden mindestens jährlich zusammenfassende Kurzanalysen zu weiteren rund 30 Financials im Rahmen der „**Masterliste Light**“ publiziert. **Anlageempfehlungen** für Anleihen dieser Emittenten werden jedoch **nicht** abgegeben.
- » Unsere Analysen beinhalten kein Credit Rating im Sinne der Verordnung (EU) 1060/2009 vom 16. September 2009 über Rating Agenturen.

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
13.12.2018 15:13 Uhr

www.research.dzbank.de
Bloomberg DZBR <GO>

Ersteller:
Oliver Piquardt, CFA, FRM, ANALYST
+49 69 7447-3372
oliver.piquardt@dzbank.de

THEORETISCHE BASIS

Unsere Anlageempfehlungen für Anleihen beruhen auf unserer Einschätzung zur Entwicklung der Asset Swap Spreads der Anleihen der jeweiligen Emittenten relativ zum Gesamtmarkt.

Bei einem Asset Swap wird eine festverzinsliche Anleihe mit einem Zinsswap kombiniert und auf diese Weise eine quasi zinsrisikolose Anleihe synthetisch gebildet. Die Rendite dieser Anleihe lässt sich als einen Aufschlag über der relevanten Zinskurve, bei Euro-Anleihen der Euribor-Kurve, angeben. Dieser Aufschlag stellt den Credit-spread dar und ist ein Indikator für das Kreditrisiko dieser Anleihe.

ÜBERGEORDNETE FAKTOREN

Bei der Einzelwertanalyse im Credit-Research muss der Analyst neben der – weiter unten beschriebenen – emittentenspezifischen Analyse auch übergeordnete Aspekte berücksichtigen. Dabei geht es um Einflussfaktoren allgemeiner Art, die die Bonität eines Emittenten und die abzuleitende Anlageempfehlung beeinflussen können. Der für den betreffenden Emittenten zuständige Analyst hat diese Einflussfaktoren bei der Analyse der einzelnen Anleihen entsprechend zu berücksichtigen, damit die Einschätzungen und Empfehlungen des DZ BANK Research auf identischen Voraussetzungen basieren und in sich konsistent sind.

Eine zentrale Rahmenbedingung sind die volkswirtschaftlichen Prognosen des DZ BANK Research. Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten, Teuerungsraten, Daten zur Weltkonjunktur und ähnliche Größen können bei der Beurteilung des jeweiligen Emittenten von Bedeutung sein. Die Zinsprognose des DZ BANK Research bildet einen weiteren übergeordneten Orientierungspunkt für die Analyse von Einzelwerten und die daraus abgeleiteten Empfehlungen. Ein weiterer Punkt sind politische Aspekte globaler oder nationaler Art. Weltweite politische Unsicherheiten, Kriege, Konflikte oder Probleme in einzelnen Ländern können Einfluss auf die Beurteilung auch dritter, nicht direkt beteiligter Emittenten oder die daraus abgeleitete Empfehlung haben.

Daneben können auch neue regulatorische Vorgaben, die Geldpolitik und sonstige Faktoren für die Formulierung einer Anlageempfehlung relevant sein.

Ebenso zu beachten ist die generelle Risikoeinschätzung des Marktes. Im Falle einer steigenden allgemeinen Risikofreude am Markt sinken tendenziell die Creditspreads der Anleihen aller Emittenten, so dass in einem solchen Umfeld tendenziell die Anleihen von Emittenten mit schlechterer Bonität, deren Creditspreads auf relativ höheren Niveaus notieren, den größten Ertrag aus „Carry“ und Creditspreadeinengung bieten. Umgekehrt führen eine Verschlechterung der allgemeinen Marktstimmung und eine steigende Risikoaversion dazu, dass sich tendenziell die Creditspreads aller Anleihen von Emittenten ausweiten und in einem solchen Umfeld tendenziell die Anleihen von Emittenten mit besserer Bonität, deren Creditspreads auf relativ engen Niveaus notieren, den größten Ertrag (bzw. geringeren Verlust) aus „Carry“ und Creditspreadausweitung bieten.

Die übergeordneten Prognosen des DZ BANK Research sind von den Analysten bei der Analyse der einzelnen Emittenten zu berücksichtigen. Dabei obliegt es dem jeweiligen Analysten, die Auswirkungen der zentralen Einschätzungen auf seinen jeweiligen Analysegegenstand abzuschätzen.

RELEVANTE FAKTOREN IN DER BONITÄTSANALYSE VON FINANCIALS

Die Bonitätsanalyse von Financials setzt sich aus mehreren Bausteinen zusammen, die sich auf verschiedene Risikoaspekte beziehen, die einen Ausfall oder eine Verlustbeteiligung herbeiführen können. Die einzelnen Bausteine werden dabei nicht modellartig zu einer wie auch immer formulierten Bonitätseinschätzung zusammengeführt, sondern vom Analysten auf Basis seines Expertenwissens einzeln analysiert und bewertet. Die Analysetiefe ist dabei sehr stark davon abhängig, welche Informationen die einzelnen Banken bereitstellen.

» Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung

Die laufenden Erträge einer Bank sollen in der Regel ausreichen, um die Betriebsaufwendungen sowie die erwarteten Kreditverluste zu tragen. Darüber hinaus sollte die Bank anstreben, einen Gewinn zu erzielen, um auf diese Weise ihre Eigenkapitalbasis nach möglichen Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber stärken zu können.

So untersucht der Analyst auf der Ertragsseite, welche Quellen (Nettozinsergebnis, Provisionsergebnis, Handelsergebnis, sonstige Erträge), Regionen und Geschäftsbereiche für die Bank besonders relevant sind, wie sich diese kurz- und mittelfristig entwickelt haben, welche Gründe dafür verantwortlich waren (zum Beispiel ob es Einmaleffekte waren oder ob die Bank zu deren Erzielung höhere Risiken eingegangen ist) und wie sich die Erträge zukünftig entwickeln werden.

Bei den Aufwendungen erfolgt ein ähnliches Vorgehen. Auch hier geht es darum, die Bank „zu verstehen“, insbesondere einmalige Belastungen von wiederkehrenden zu trennen, um zu einer Einschätzung bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Aufwendungen zu gelangen.

» Analyse der Risiken des Kreditbuchs

Die Haupteinnahmequelle, damit aber auch der größte Risikofaktor der meisten Banken ist das Kreditgeschäft. Daher untersucht der Analyst die Zusammensetzung des Kreditportfolios nach Kriterien, wie Kreditart, Schuldner, Sitz des Schuldners, die Entwicklung des Kreditbuchs und der Kreditqualität im Zeitablauf. Bei letzterem fokussiert er sich insbesondere auf die Entwicklung der Risikovorsorge, der Nettoabschreibungen und der Rückstellungen. Zudem können phasenweise risikobedingt bestimmte Engagements in den Mittelpunkt der Analyse gerückt werden, beispielweise das Exposure der Bank gegenüber dem US-Subprime-Sektor, im Schiffahrtsbereich oder gegenüber der Energiebranche.

» Analyse der Eigenkapitalsituation

Das Eigenkapital einer Bank ist dafür da, unerwartete Verluste aufzufangen und dennoch den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. Zu diesem Zwecke muss die Bank eine Vielzahl an regulatorischen Eigenkapitalvorgaben, zum Beispiel CET1 Quote, Tier 1 Quote, Leverage Ratio, einhalten und darüber hinaus interne Puffer vorhalten, auf die im Krisenfall zurückgegriffen werden kann. Da die Berechnung der risikogewichteten Eigenkapitalquoten von außen praktisch nicht nachzuvollziehen ist, beschränkt sich die Analyse hier weitestgehend auf die Entwicklung der ausgewiesenen Quoten und den Vergleich mit anderen Banken.

» Analyse der Liquiditätssituation

Die Analyse der Liquiditäts- und Refinanzierungslage einer Bank fokussiert sich darauf, über welche Quellen sich eine Bank refinanziert und welche Risiken damit verbunden sind. So sind Retaileinlagen beispielsweise eine relativ stabile Refinanzierung, während Einlagen von institutionellen Kunden oder kurzfristige Kapitalmarktrefinanzierungen in einem Krisenfall möglicherweise abgezogen beziehungsweise nicht erneuert werden können. Daneben ist auch relevant, inwieweit die Bank über ein Liquiditätsportfolio verfügt, mit dem zwischenzeitliche Liquiditätsengpässe behoben werden können.

Die oben aufgeführten Bausteine beziehen sich stets auf Daten der Vergangenheit. Es lassen sich jedoch möglicherweise Trends erkennen, die vom Analysten analysiert werden müssen.

Die fundamentale Lage einer Bank ist in einem sehr hohen Maße von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängig, eine Abschwächung des Wirtschaftswachstum führt beispielsweise in der Regel zu steigenden Insolvenzen, einer höheren Arbeitslosenquote und sinkenden Immobilienpreisen. Dies wiederum schlägt sich in steigender Risikovorsorge, einer geringeren Kreditnachfrage und steigenden Risikoaktiva einer Bank nieder. Daher nutzen die Analysten bei einer Beurteilung der Bonität einer Bank auch Prognosen zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung.

Daneben sind eine Reihe weiterer Faktoren für die fundamentale Entwicklung einer Bank entscheidend und werden daher ebenfalls in der Analyse berücksichtigt, wie beispielsweise regulatorische Entwicklungen, geldpolitische Maßnahmen oder die Wettbewerbsintensität, die sich auf die Ertrags-, Liquiditäts- oder Eigenkapitallage einer Bank auswirken.

RELEVANTE FAKTOREN BEI DER ERTEILUNG VON ANLAGE-EMPFEHLUNGEN

Im Fixed Income Research werden die Empfehlungen zu einzelnen Emittenten in die Kategorien „**Outperformer**“, „**Underperformer**“ und „**Marketperformer**“ unterteilt. Maßgeblich für die Anlageempfehlung zu einem Emittenten ist, ob sich seine Anleihen nach der Einschätzung des Analysten in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen vergleichbarer Emittenten bewegen werden. „Outperformer“ bedeutet, dass eine bessere Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet wird. „Underperformer“ bedeutet, dass eine schlechtere Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet wird. „Marketperformer“ bedeutet, dass sich die Entwicklung der Anleihen des Emittenten nach Einschätzung des Analysten nicht wesentlich von der Entwicklung der Anleihen der Vergleichsemittenten unterscheiden wird.

Den Empfehlungskategorien „Outperformer“, „Underperformer“ und „Marketperformer“ zugrunde liegt die Einschätzung des Analysten, wie sich die Anleihen des betreffenden Emittenten relativ zu denen der Vergleichsemittenten („Peergroup“) entwickeln. Die Peergroup muss dabei nicht exakt definiert sein, sie umfasst in der Regel die vom DZ BANK Research analysierten Emittenten des betreffenden Marktsegments.

Maßstab für die vom Analysten erwartete Entwicklung der Anleihen sind verschiedene Komponenten. Neben der laufenden Verzinsung der Anleihen ist es die Entwicklung der Asset-Swap-Spreads der Gesamtheit der Anleihen des jeweiligen Emittenten. Dieser kann sich im Betrachtungszeitraum konstant zeigen, er kann ansteigen oder fallen. Für den Investor positiv wären sinkende Spreads. Sinkt die Prämie für das Eingehen des Bonitätsrisikos, zeigen die Anleihen des betreffenden Emittenten ceteris paribus eine bessere Entwicklung als der Swapmarkt. Der Analyst muss dann unter Berücksichtigung der Entwicklung des Anleiheuniversums der Peergroup entscheiden, ob sich die Anleihen des betreffenden Emittenten seiner Einschätzung nach besser, gleich oder schlechter entwickeln.

Basis für die Entscheidung ist dabei die Einschätzung des Analysten zur Bonität des Emittenten. Generell kommt es dabei darauf an, ob er eine Verbesserung oder Verschlechterung der Bonität prognostiziert, ob die Kapitalmärkte das auch erwarten, oder ob das Eintreten seiner Erwartungen für die Mehrheit der Marktteilnehmer eine Überraschung wäre. Weitere Faktoren kommen hinzu. Er muss berücksichtigen, wie sich die generelle Wirtschaftsentwicklung, die Notenbankpolitik, geopolitische Risiken und das Verhalten der Kapitalmärkte in den kommenden Monaten auf die Spreads des von ihm betrachteten Emittenten auswirken (siehe oben).

Die Erteilung der Anlageempfehlungen erfolgt also auf der Grundlage einer Kombination von **Fundamentalanalyse** und **Relative-Value-Analyse**. Die Basis für die Erteilung von Anlageempfehlungen bietet die oben beschriebene Bonitätsanalyse/Fundamentalanalyse, die eine ungefähre Einschätzung des Ausfallrisikos eines Emittenten beziehungsweise des Risikos einer Verlustbeteiligung von Gläubigern ermöglicht. Das DZ BANK Research erstellt dabei jedoch kein aus fundamentalen Daten abgeleitetes „faïres“ absolutes Creditspreadniveau, anhand dessen eine Anlageempfehlung für die Anleihen eines Emittenten ausgesprochen wird. Die Bewertung erfolgt vielmehr durch einen Vergleich der von der DZ BANK für die Gesamtheit der Anleihen der jeweiligen Emittenten wahrgenommenen Risiken mit den Risiken für vergleichbare Anleihen anderer Emittenten unter Berücksichtigung der jeweiligen Creditspreads. **Die Anlageempfehlung ist somit eine relative Einschätzung**, das heißt, der Analyst muss nicht nur die von ihm analysierten Emittenten im Blick haben, sondern auch vergleichbare Emittenten.

QUELLEN: DATEN, STUDIEN, INFORMATIONEN

- » Credit Financials Analysten verwenden ein breites Spektrum an Daten und Informationen. Für die Fundamentalanalyse wird primär auf die originäre Unternehmensberichterstattung abgestellt. Daneben wird auf eine Reihe weiterer Informationsquellen, unter anderem Berichte der Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch sowie Nachrichten von Bloomberg, Reuters und SNL zurückgegriffen.
- » Da die Einschätzung der erwarteten fundamentalen Entwicklung einer Bank maßgeblich von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung (unter anderem Bruttoinlandsprodukt, Arbeitslosigkeit, Immobilienmärkte) in den Kernmärkten, in den die Bank operiert, bestimmt wird, greifen die Credit Financials Analysten dabei zudem auf diesbezügliche Prognosen und Erwartungen der entsprechenden Analysten der DZ BANK aber auch sonstige Quellen zurück.
- » Bei der Einschätzung sonstiger für die Beurteilung von Emittenten oder der erwarteten Wertentwicklung von Anleihen relevanter Faktoren greifen die Analys-

ten auf weitere Quellen, wie Gesetzestexte und regulatorische Verlautbarungen zurück.

- » Daten zu Marktindikatoren, im Wesentlichen Anleihe- und Indexdaten beziehen die Analysten im Wesentlichen von Bloomberg, Reuters und Markit.

Da die Analyse von Emittenten/Bankanleihen extrem komplex ist, gilt es, aus der vorhandenen Fülle die Informationen herauszufiltern, die schlussendlich über die Entwicklung einer Bankanleihe entscheiden.

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender),

Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler,

Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich

Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main,
Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt
am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung
des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.
angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und
Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset-Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio, ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.

"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.

"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Maßgebend für die **Allokation von Marktsegmenten** und die **Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds** ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des jeweiligen Marktes: **"Übergewichten"** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann. **"Untergewichten"** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann. **"Neutral gewichten"** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) **indizieren** die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** nur die **Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung des Analysten** wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem **DZ BANK CRESTA-SCORE** Prognose-Modell gilt:

„**Positiv**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch, „**Negativ**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch, „**Stabil**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch. Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

5.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Credit Trend Emittenten:	zwölf Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):	eine Woche
Aktienindizes (technical daily):	Publikationstag
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Allokation von Marktsegmenten:	ein Monat
Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.

5.5 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen und abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen

dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** **Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.**
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher

nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.
Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.
Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.
Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.
Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de